

中际装备 (300308)

证券研究报告

2017年08月22日

分红及股权激励出炉，旭创团队正式接棒公司管理

事件

公司今日发布多个公告，公司总经理由原中际装备实际控制人王伟修更换为苏州旭创总经理刘圣；同时，公司公布 2017-2019 分红计划及第一期限制性股票激励计划。

分红计划及股权激励方案出炉，为刘圣团队接手公司整体治理打下基础

公司总经理职位由原中际装备实际控制人王伟修转变为苏州旭创总经理刘圣，代表着公司的业务重心将真正转移到光模块领域，原有电机绕组业务因整体市场需求疲软导致营收下滑、利润降低，预计将逐步弱化，公司将真正成为轻资产的高尖精技术企业。作为一个融入了北美硅谷企业基因的管理团队，刘圣团队将公司的长期持续发展放在第一位，重视对股东的利润反馈。公司在 2017~2019 年期间，除去一年内支出在 5000 万以上且占净资产 50%以上、或占总资产 30%以上的重大投资计划外（非募投项目），现金分红占总利润分配将根据资金支出的安排，从最低 20%至最高 80%不等，且每年现金分红不低于可分配利润的 10%，三年总和不可低于 30%。苏州旭创作为一个走在国内乃至全球光通信中最前沿的领域的企业，管理层深知技术骨干员工是支撑公司长期发展的核心竞争力，同一时间提出了限制性股票激励计划：359 名占总员工数 19.02%的苏州旭创核心骨干将参与分配 1652 万股限售股，其中首批限售股占 90%，预留限售股占 10%，期限 12 个月，将分别在四年、三年内分批次解禁，业绩条件是 2017 年-2020 年净利润不低于 1.19 亿元（仅体现苏州旭创半年利润）、3.07 亿元、3.53 亿元和 4.06 亿元。从旭创今年来高增长的财务状况以及公司在光模块领域的龙头地位，我们预计公司完全有能力在未来四年完成业绩承诺条件。

公司万事俱备扬帆远航，将持续受益于 100G 光模块窗口红利

苏州旭创深耕北美数通光模块市场多年，大客户关系稳定，与谷歌保持 4 年以上的合作关系，且前段时间入围世界第一梯队互联网厂商 100G 光模块集采目录，与 AAOI 和 Intel 等北美大厂同台角逐。反观国内数据中心市场建设刚刚起步，旭创有望在未来抢占先入红利。此次高层管理换血、配套分红计划及一期限制性股票激励计划放出，符合我们对公司主营业务的转型预期，依托旭创在光模块领域的领先技术和光模块市场需求的高速增长，能极大改善盈利状况。

盈利预测及投资建议

公司对股东和员工的承诺及管理层替换，显示了公司长远目标、将持续性发展放在第一位的决心。旭创本身客户资源优质、技术路线清晰、市场定位明确、业绩有稳定支撑，我们预计公司 17~19 年合并净利润为 2.30 亿元、6.95 亿元、8.62 亿元，对应 18 年估值 25.7x。

风险提示：互联网厂商数据中心投资下滑，公司技术发展滞后

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	121.41	131.62	2,000.97	5,294.62	6,955.91
增长率(%)	2.24	8.41	1420.26	164.60	31.38
EBITDA(百万元)	26.93	27.55	273.52	814.23	1,023.40
净利润(百万元)	5.59	10.05	230.14	695.35	861.64
增长率(%)	(31.49)	79.73	2,189.04	202.14	23.91
EPS(元/股)	0.01	0.02	0.50	1.51	1.88
市盈率(P/E)	3,200.02	1,780.44	77.78	25.74	20.78
市净率(P/B)	32.65	32.21	4.49	4.07	3.64
市销率(P/S)	147.44	136.00	8.95	3.38	2.57
EV/EBITDA	176.77	183.47	66.13	22.64	18.02

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/电机
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	39.00 元
目标价格	45 元
上次目标价	21.18 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	458.99
流通 A 股股本(百万股)	214.55
A 股总市值(百万元)	17,900.79
流通 A 股市值(百万元)	8,367.29
每股净资产(元)	2.55
资产负债率(%)	11.12
一年内最高/最低(元)	43.90/13.59

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中际装备-公司点评:重组长跑圆满结束，数通光模块龙头扬帆起航》 2017-07-07
- 《中际装备-首次覆盖报告:收购苏州旭创过会，高端光模块龙头，成长空间巨大》 2017-03-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	112.31	69.26	536.02	582.41	695.59
应收账款	81.90	56.39	721.76	1,278.43	1,233.43
预付账款	0.63	11.10	87.11	173.67	262.28
存货	82.23	71.61	1,226.55	1,814.89	2,203.37
其他	17.53	95.63	600.77	716.38	776.73
流动资产合计	294.60	303.99	3,172.21	4,565.77	5,171.40
长期股权投资	20.10	22.08	731.98	731.98	731.98
固定资产	187.33	183.77	166.30	227.38	316.00
在建工程	5.49	1.49	2.10	73.26	133.95
无形资产	111.86	96.98	85.58	74.19	62.80
其他	21.94	23.84	2,113.81	2,113.67	2,113.54
非流动资产合计	346.71	328.16	3,099.76	3,220.48	3,358.27
资产总计	641.31	632.15	6,271.98	7,786.25	8,529.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	368.91	708.67
应付账款	25.21	23.65	644.47	1,209.26	1,195.13
其他	41.00	43.69	894.97	1,034.58	1,156.14
流动负债合计	66.21	67.34	1,539.44	2,612.75	3,059.95
长期借款	0.00	0.00	740.80	764.56	543.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.89	9.03	9.03	9.03	9.03
非流动负债合计	26.89	9.03	749.83	773.59	552.82
负债合计	93.10	76.37	2,289.28	3,386.34	3,612.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	216.01	216.01	458.99	458.99	458.99
资本公积	232.34	232.34	3,279.36	3,279.36	3,279.36
留存收益	330.71	338.60	3,523.71	3,940.92	4,457.90
其他	(230.85)	(231.17)	(3,279.36)	(3,279.36)	(3,279.36)
股东权益合计	548.21	555.78	3,982.70	4,399.91	4,916.89
负债和股东权益总	641.31	632.15	6,271.98	7,786.25	8,529.67

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	5.59	10.05	230.14	695.35	861.64
折旧摊销	27.40	31.22	30.26	39.15	52.08
财务费用	0.54	1.19	(2.32)	(4.28)	(4.89)
投资损失	(3.52)	(3.39)	(4.00)	(6.00)	(4.00)
营运资金变动	(6.90)	(81.87)	(929.22)	(642.65)	(384.87)
其它	3.85	76.63	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	26.97	33.83	(675.13)	81.58	519.95
资本支出	40.04	28.49	2,802.00	160.00	190.00
长期投资	(17.66)	1.98	709.90	0.00	0.00
其他	45.99	(111.12)	(6,309.90)	(314.00)	(376.00)
投资活动现金流	68.38	(80.65)	(2,798.00)	(154.00)	(186.00)
债权融资	0.00	7.28	748.08	1,140.75	1,259.74
股权融资	2.79	0.79	3,291.15	4.28	4.89
其他	(36.00)	(10.23)	(99.33)	(1,026.22)	(1,485.40)
筹资活动现金流	(33.20)	(2.16)	3,939.89	118.81	(220.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	62.14	(48.98)	466.76	46.38	113.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	121.41	131.62	2,000.97	5,294.62	6,955.91
营业成本	88.45	91.40	1,374.52	3,649.72	4,821.90
营业税金及附加	1.07	2.75	20.01	52.95	83.47
营业费用	3.84	3.70	60.03	127.07	166.94
管理费用	31.75	40.82	300.15	688.30	904.27
财务费用	(2.98)	(1.11)	(2.32)	(4.28)	(4.89)
资产减值损失	0.27	(0.13)	7.00	7.50	12.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.52	3.39	4.00	6.00	4.00
其他	(7.03)	(6.78)	(8.00)	(12.00)	(8.00)
营业利润	2.53	(2.41)	245.58	779.36	976.21
营业外收入	3.85	13.37	16.00	20.00	20.00
营业外支出	0.00	0.05	0.05	0.10	0.10
利润总额	6.37	10.91	261.53	799.26	996.11
所得税	0.78	0.86	31.38	103.90	134.48
净利润	5.59	10.05	230.14	695.35	861.64
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	5.59	10.05	230.14	695.35	861.64
每股收益(元)	0.01	0.02	0.50	1.51	1.88

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	2.24%	8.41%	1420.26%	164.60%	31.38%
营业利润	17.41%	-195.58%	1027.00%	217.36%	25.26%
归属于母公司净利润	-31.49%	79.73%	2189.04%	202.14%	23.91%
获利能力					
毛利率	27.15%	30.56%	31.31%	31.07%	30.68%
净利率	4.61%	7.64%	11.50%	13.13%	12.39%
ROE	1.02%	1.81%	5.78%	15.80%	17.52%
ROIC	-0.10%	-0.78%	45.55%	16.17%	17.03%
偿债能力					
资产负债率	14.52%	12.08%	36.50%	43.49%	42.36%
净负债率	-10.14%	-3.46%	0.00%	22.85%	33.83%
流动比率	4.45	4.51	2.06	1.75	1.69
速动比率	3.21	3.45	1.26	1.05	0.97
营运能力					
应收账款周转率	1.67	1.90	5.14	5.29	5.54
存货周转率	1.54	1.71	3.08	3.48	3.46
总资产周转率	0.19	0.21	0.58	0.75	0.85
每股指标(元)					
每股收益	0.01	0.02	0.50	1.51	1.88
每股经营现金流	0.06	0.07	-1.47	0.18	1.13
每股净资产	1.19	1.21	8.68	9.59	10.71
估值比率					
市盈率	3,200.02	1,780.44	77.78	25.74	20.78
市净率	32.65	32.21	4.49	4.07	3.64
EV/EBITDA	176.77	183.47	66.13	22.64	18.02
EV/EBIT	-10,508.17	-1,436.06	74.36	23.79	18.99

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com